

ЕКОНОМІЧНА НАУКА

УДК 336.714

В. А. Пластун,
к. е. н., доцент, доцент кафедри фінансів,
ДВНЗ "Українська академія банківської справи Національного банку України", м. Суми

ЗНАЧЕННЯ ІНСТИТУЦІЙНИХ ІНВЕТОРІВ У СТРУКТУРНОМУ РОЗВИТКУ ФОНДОВОГО РИНКУ

V. Plastun,
PhD, Associate Professor, Associate Professor of the Finance Department,
SHEI "Ukrainian Academy of Banking of the National Bank of Ukraine", Sumy

IMPORTANCE OF INSTITUTIONAL INVESTORS IN STRUCTURAL DEVELOPMENT OF STOCK MARKET

У статті досліджуються зміни, які можуть відбуватись на фондовому ринку під впливом діяльності інституційних інвесторів. На прикладі досвіду зарубіжних країн наголошується на важливому значенні цих фінансових посередників у розвитку фондового ринку. В роботі виокремлено основні особливості структурних змін, які відбуваються на фондовому ринку під впливом діяльності інституційних інвесторів, окреслено фактори, які визначають такі зміни. Серед них слід відзначити законодавчо-нормативне забезпечення, діяльність саморегулювних організацій, професійне управління активами, сучасні засоби комунікації, інформаційні системи ведення торгів, зниження транзакційних витрат, ліквідність фондового ринку, міжнародний лістинг компаній, фінансові інновації тощо. Автором визначено ключові проблеми, які стримують розвиток інституційних інвесторів і фондового ринку в країнах, що розвиваються.

This paper investigates the features of structural changes that occur in the stock market under the influence of institutional investors. From the experience of foreign countries emphasizes the importance of financial intermediaries in the development of the stock market. The paper singles out the main features of the structural changes taking place in the stock market under the influence of institutional investors, outlines the main factors that determine these changes. Among them we should mention the legal and regulatory support, activities of self-regulatory organizations, professional asset management, modern communications, information trade systems, reducing transaction costs, liquidity of the stock market, international listed companies, financial innovation and so on. The author defines the key problems that hinder the development of institutional investors and stock market in developing countries.

Ключові слова: інституційні інвестори, фондовий ринок, фінансовий посередник.
Key words: institutional investors, stock market, financial intermediate.

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ У ЗАГАЛЬНОМУ ВИГЛЯДІ ТА ЇЇ ЗВ'ЯЗОК ІЗ ВАЖЛИВИМИ НАУКОВИМИ ЧИ ПРАКТИЧНИМИ ЗАВДАННЯМИ

Інституційні інвестори є динамічно зростаючою групою фінансових посередників, яка відіграє важливу роль на фінансових ринках в цілому і фондовому ринку зокрема. Це підтверджується загальними обсягами їх активів, які переважно інвестуються в різні види цінних паперів. Наприклад, сумарні активи недержавних пенсійних фондів в цілому у світі сягали 31,5 трлн дол. США, страхових компаній — 24,4 трлн дол. США, взаємних фондів — 23,8 трлн дол. США (на кінець 2011 р.) [4]. У той же час відповідні українські інституційні інвестори поки що не досягли достатнього розвитку і можна

говорити, що вони знаходяться лише на початковому етапі свого життєвого циклу. Обсяги активів в їх розпорядженні на даний момент все ще невисокі. Тим не менш, потенціал зростання українських інституційних інвесторів достатній для досягнення високих результатів у майбутньому, а отже їх вплив на фондовий ринок буде поступово зростати.

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ, В ЯКИХ ЗАПОЧАТКОВАНО РОЗВ'ЯЗАННЯ ДАНОЇ ПРОБЛЕМИ І НА ЯКІ СПИРАЄТЬСЯ АВТОР, ВИДІЛЕННЯ НЕ ВИРІШЕНИХ РАНІШЕ ЧАСТИН ЗАГАЛЬНОЇ ПРОБЛЕМИ

Слід відзначити, що в публікаціях вітчизняних дослідників скоріше зазначається роль, яку відіграють інсти-

туційні інвестори на фондовому ринку, їхні функції та особливості роботи. Особливо розглядається діяльність НПФ, СК, ІСІ та інших фінансових посередників на фінансовому ринку в цілому. Цьому присвячено чимало робіт таких вчених, як З. Ватаманюк, О. Вовчак, А. Вожжов, Ю. Коваленко, В. Корнєєва, Д. Леонов, І. Матвієнко, О. Морозов, Т. Прейгер, О. Ромащенко, Р. Тиркало, Н. Ткаченко, Н. Шелудько та ін. Досить активно окремі аспекти цієї проблеми вивчаються закордоном в дослідженнях Е. Девіса, Р. Мертона, З. Боді, М. Кона та ін.

ФОРМУЛЮВАННЯ ЦІЛЕЙ СТАТТІ

Мету роботи можна визначити як узагальнення результатів впливу інституційних інвесторів на структурний розвиток фондового ринку та визначення ключових проблем, які стримують аналогічні процеси у країнах, що розвиваються, що яких відноситься і Україна.

ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ ДОСЛІДЖЕННЯ З ПОВНИМ ОБГРУНТУВАННЯМ ОТРИМАНИХ НАУКОВИХ РЕЗУЛЬТАТІВ

Значні структурні зміни на фінансових ринках обумовлені розвитком інституційних інвесторів і пов'язані із виконанням ними однієї з найбільш важливих функцій — акумуляції та трансферу фінансових ресурсів. У першу чергу мова йде про зміни в структурі заощаджень. Значна роль інституційних інвесторів призводить до того, що в економіці зростає розмір довгострокових заощаджень, що в свою чергу має суттєвий ефект на розмірі інвестицій та загальний економічний розвиток країни. Особливо це є очевидним на прикладі НПФ. Дослідження свідчать, що збільшення відрахувань в пенсійні фонди призводить до зростання персональних заощаджень. Наприклад, у роботах Фельдштайна [3], Маннела [7] показано, що збільшення пенсійних активів США на одиницю призводить до збільшення персональних заощаджень на 0,35—0,5. Корсетті та Шмідт-Хеббель [1] довели, що у країнах, які розвиваються (зокрема Чилі), проведення пенсійних реформ сприяє загальному збільшенню заощаджень. Аналогічні наслідки були виявлені дослідженнями Світового банку у Сінгапурі.

Зрозуміло, що подібні тенденції важливі навіть не з точки зору приросту заощаджень як таких, а з тієї позиції, що такий приріст супроводжується збільшенням ресурсної бази інституційних інвесторів, дозволяючи їм нарощувати активи. При цьому частка безстрокових і довгострокових активів є домінуючою, що не спостерігається, якщо розглядати персональні інвестиції фізичних осіб. При цьому питома вага фондових інструментів у НПФ сягає 50—90% у більшості країн. Те ж стосується страхових компаній та взаємних фондів. Фізичні особи, як правило, віддають перевагу більш ліквідним формам активів.

Одним з ключових аспектів підвищення активності інституційних інвесторів стало загострення конкуренції із банківськими установами. Останнім значно складніше залучати фінансові ресурси за рахунок депозитів фізичних осіб, тому вони переорієнтовуються на користь зобов'язань недепозитного характеру, віддаючи перевагу операціям репо та міжбанківським кредитам. У пошуках прибуткових сфер банки переключаються зі сфери традиційних фінансових послуг в бік інтенсифікації взаємодії зі страховими та інвестиційними компаніями, недержавними пенсійними фондами. Зростає їх участь у використанні кредитних деривативів та облігацій, забезпечених борговими зобов'язаннями. Зрозуміло, що такі тенденції призводять до суттєвої зміни в структурі та інфраструктурі фондових ринків, сприяючи розширенню кількості інвесторів, створюючи можливості для кращої диверсифікації фінансових активів та покращенню ліквідності ринків.

Зростаюча ресурсна база інституційних інвесторів супроводжується збільшенням пропозиції довгострокових фондових інструментів, які використовуються компаніями для фінансування своєї діяльності. Ці тенденції сприяють кращій динаміці показників ринків капіталу, ефективності розміщення нових фінансових інструментів, перерозподілу ресурсів від ринку банківського кредитування до фондового ринку.

Належне функціонування інституційних інвесторів вимагає наявності стабільної та ефективної інфраструктури фондового ринку, яка включає в себе наступні елементи: законодавчо-нормативне забезпечення, систему бухгалтерського обліку, органи державного регулювання і нагляду, систему клірингу та розрахунків, інфраструктуру для торгів цінними паперами.

Виходячи зі світового досвіду, можна стверджувати, що розвиток інституційних інвесторів є визначальним в еволюції фондового ринку, а з іншого боку наявність ефективно функціонуючого фондового ринку є запорукою реалізації інвестиційних стратегій цими фінансовими посередниками. При цьому нормативно-правове забезпечення відіграє вирішальну роль в таких процесах, що проявляється в його специфічних функціях.

Першою істотною функцією є вимоги для точного розкриття всієї істотної інформації, що сприяє створенню прозорого фондового ринку за рахунок оприлюднення фінансових даних про діяльність інституційних інвесторів. У цьому аспекті важливим аспектом є уніфікація вимог до інформації з боку регуляторів різних країн, що забезпечує ефективну інформаційну підтримку, особливо для іноземних контрагентів на національному фондовому ринку.

Другою важливою функцією є усунення практики використання інсайдерської інформації при проведенні торгів цінними паперами. При цьому важливу роль відіграє не встановлення лише кримінальної відповідальності за такі дії, як це поширено в практиці країн, що розвиваються, а застосування санкцій широкого спектру (цивільної, адміністративної, кримінальної відповідальності).

Третя функція нормативно-правового забезпечення полягає у створенні справедливих норм захисту прав акціонерів, включаючи міноритаріїв, а також впровадження ефективних механізмів корпоративного управління при схваленні акціонерами ключових корпоративних рішень.

Окрім законодавчо-нормативного забезпечення важливе значення для розвитку фондового ринку та інституційних інвесторів мають саморегулятивні організації. Такі установи достатньо поширені в розвинених країнах, але їх функціонування в країнах, що розвиваються, може бути достатньо проблематичним через невідмірну зарегульованість ринку з боку держави. Пошук балансу в нормах і заходах державного регулювання є основною проблемою, нерозв'язання якої може створити суттєві перепони в розвитку інституційних інвесторів і фондового ринку. Одним із варіантів виходу із цього стану у країнах із слабким розвитком фондового ринку є поступове пом'якшення регулятивних вимог, що повинно стимулювати розвиток фінансового і інституційного секторів.

Слід відзначити, що інфраструктура фінансового ринку в країнах ОЕСР суттєво змінилась за рахунок різкого розширення інституційного сектору і його впливу на ліквідність ринку капіталів, попиту на фінансові інструменти і фінансові інновації, збільшення впливу галузі управління активами на інвестиційні стратегії та торговельні операції на фондовому ринку. Подібні зміни очікуються і в країнах, що розвиваються, за умови росту кількісних показників, які характеризують діяльність інституційних інвесторів. Цей динамічний процес також характеризується наявністю зворотного зв'язку: розвиток інституційних інвесторів призводить до розвитку фондового ринку, в той час як існування

інституційних інвесторів вимагає наявності складної фінансової інфраструктури.

Професійне управління активами є невід'ємною складовою інфраструктури фінансового ринку. Воно має суттєвий вплив на структуру і методи роботи інших учасників фінансового ринку. Технічні і експлуатаційні вимоги у поєднанні із загальним зростанням сфери управління активами мають первинне значення для створення умов, в яких працюють інституційні інвестори.

У своїй найпростішій формі управління активами можна розглядати як послуги, що включають управління інвестиційним портфелем від імені інституційних інвесторів. При цьому довірче управління найчастіше здійснюється як зовнішня послуга для банків, страхових компаній, фондів взаємного інвестування, пенсійних фондів, а це створює проблему взаємовідносин між принципалом і агентом. Управління активами є визначальною рухомою силою, що сприяє ускладненню інвестиційних стратегій інституційних інвесторів, появі нових фінансових інструментів, покращенню торгових та інвестиційних технологій.

Ліквідність фондових ринків як один із ключових компонентів в їх структурному розвитку багато в чому визначається активністю інституційних інвесторів: їх арбітражні та торговельні операції, управління інвестиційними портфелями призводять до підвищення загальної ліквідності фондових ринків. Ліквідність, яка визначається значною кількістю операцій купівлі-продажу цінних паперів, також дозволяє говорити про ефект масштабу при здійсненні фінансових операцій, а отже призводить до зменшення транзакційних витрат інституційних інвесторів, які, таким чином, мають об'єктивні переваги над дрібними інвесторами. В цілому підвищення ліквідності фондових ринків дозволяє покращити ефективність функціонування ринків капіталів і повинно призводити до зниження вартості капіталу.

Важливими компонентами високоліквідного ринку є сучасні засоби комунікації та інформаційні системи ведення торгів, надійні системи клірингу і розрахунків між учасниками торгів на фондовому ринку, які разом дозволяють проводити швидко виконання ордерів на купівлю-продаж цінних паперів без значних коливань у цінах активів і суттєвих транзакційних витрат.

Активна участь інституційних інвесторів у біржовій торгівлі призвела до появи нових типів біржових контрактів та фінансових інструментів, які задовольняли специфічні вимоги цих учасників фондового ринку. Наприклад, з'явилися ордери на купівлю-продаж значних пакетів акцій одного емітента (блочна торгівля), а також ордери на купівлю-продаж значної кількості акцій різних емітентів за короткий проміжок часу (програмна торгівля).

Для того, щоб зробити механізми реалізації таких ордерів ефективними, була створена мережа торгових майданчиків для цінних паперів окремих емітентів, де інституційні інвестори могли проводити торги між собою, використовуючи сучасні телекомунікаційні засоби. Цей позабіржовий ринок відіграє важливу роль на ринку капіталів, забезпечуючи необхідну ліквідність торгів між інституційними інвесторами. Таким чином, потреби інституційних інвесторів стали тією рушійною силою, яка дозволила перейти від торгів, що здійснюються через телефонну мережу, до системи електронних торгів, які дозволяють автоматично виконувати ордери між членами біржі.

Зміни в інфраструктурі фінансових ринків, направлених на покращення їх ліквідності, сприяли одночасному зниженню непрямим торговельних витрат. Пошук більш ефективних шляхів проведення торгів також призвів до розвитку альтернативних і нетрадиційних торговельних систем, зокрема проп-трейдингу (Proprietary Trading). Таким чином, інституційні інвестори позбулись проміжної ланки — брокерів — при здійсненні торгівлі цінними паперами (процес отри-

мав назву дисінтермедіація), а це в свою чергу позначилося на рівні прямих транзакційних витрат при проведенні операцій з цінними паперами.

У практиці активного управління інвестиційним портфелем врахування всіх транзакційних витрат знижує його реальну дохідність. Це цілком узгоджується із основною тезою теорії ефективного ринку, яка стверджує, що поточні котирування цінних паперів включають в себе всю доступну інформацію. Відповідно, ніякого виграшу від використання активних стратегій управління інвестиційним портфелем у намаганнях показати кращий результат, ніж ринковий індекс, не повинно бути. Тому портфель, заснований на ринковому індексі, є найкращою інвестиційною стратегією в ситуації, коли з цінової позиції фондів ринки є ефективними. Слідування цій теорії призвело до появи значної кількості індексних фондів, хоча їх частка тим не менш, залишається відносно невеликою у порівнянні із загальною кількістю інвестиційних фондів, якікладають кошти переважно в акції.

Ще однією важливою структурною зміною на фондовому ринку під впливом інституційних інвесторів стала поява міжнародного лістингу компаній. Хоча цей процес частково пояснюється бажанням емітентів вийти на нові ринки капіталу, розширюючи при цьому коло потенційних інвесторів, але в той же час він пов'язаний із виникненням необхідності у інституційних інвесторів диверсифікувати інвестиційні портфелі, включивши в них цінні папери нерезидентів, знижуючи таким чином можливі втрати від розбалансування портфелів.

Процес фінансових інновацій (винахід, розробка і впровадження нових фінансових інструментів) був також досить сильно пов'язаний із розвитком інституційних інвесторів, у яких виникла потреба в індивідуальних фінансових інструментах. Фінансові інновації на фондовому ринку були стрімкими у 1980—90 рр. (Р. Мертон і З. Боуді охарактеризували цей процес як "інноваційна спіраль" [6]), за рахунок чого інновації рухали фінансову систему до кращої ефективності, у свою чергу сприяючи подальшим інноваціям. Зокрема особливо значущим було зростання ролі ринків деривативів, векселів і сек'юритизованих цінних паперів. До середини 1980-х рр. інновації походили з Європи, а після цього більшість нововведень брало початок у США. Для цього періоду характерним є поява нових фінансових продуктів, які задовольняли потреби міжнародних банків в сфері ризик-менеджменту. Як показали дослідження Банку міжнародних розрахунків, свопи, форвардні контракти за відсотковими ставками, процентні опціони і ф'ючерси виступили як доповнення і альтернатива традиційним міжнародним міжбанківським депозитам [9]. Збільшуючись у часі за обсягами, операції з деривативами виконували важливу функцію в управлінні активами інституційних інвесторів. Ці фінансові посередники, які звикли використовувати деривативи у своїй національній практиці, намагались поширити її і на закордонні фондові ринки. За умови успіху їх впровадження, інновації в подальшому призводили до зростання обсягів міжнародних інвестицій.

Можна стверджувати, що сучасна інфраструктура фінансових ринків є невід'ємною частиною процесів розвитку національних інституційних секторів країн, що розвиваються. Як зазначалось раніше, це двосторонній динамічний процес. Це означає, що впровадження заходів, які сприяють розвитку основи системи інституційного інвестування (наприклад, пенсійної реформи або через усунення окремих недоліків), буде стимулювати розвиток фондового ринку. Так само політика, спрямована на розвиток інфраструктури фінансових ринків, є ключовим елементом побудови ринково орієнтованої національної системи інституційних інвесторів.

У той же час необхідно наголосити на певних проблемах, які стримуються розвиток інституційного сектору і фондового ринку в країнах, що розвиваються. Зокрема центральною проблемою є законодавчо-нормативне забезпечення діяльності інституційних інвесторів, включаючи захист прав власників цінних паперів, чітке визначення інвестиційних цілей і ризиків, встановлення пруденційних нормативів і стандартів довірчого управління, прозорість процедур оцінки активів інституційних інвесторів і захисту їх цілісності. На жаль, у країнах, що розвиваються, ці норми або відсутні, або виконуються частково. До того ж окремі види інституційних інвесторів не можуть активно розвиватись через низку інших причин.

Так, фонди взаємного інвестування не можуть на рівних конкурувати з комерційними банками, які стримують їх розвиток, фактично перенаправляючи кошти потенційних інвесторів у банківські депозити. Додатковими бар'єрами виступають високі транзакційні витрати на здійснення інвестування в цінні папери, нерозвиненість фондового ринку, нестача фінансових інструментів, в які можна було б вкладати вільні грошові кошти, їх низька ліквідність. Фонди взаємного інвестування в розвинених країнах приймають активну участь в управлінні активами пенсійних фондів, в той час як країни, що розвиваються, не мають активно функціонуючої системи недержавного пенсійного забезпечення, а законодавчі норми, як правило, виключають взаємні фонди з пенсійної системи.

Страхові компанії, що займаються страхуванням життя відіграють несуттєву роль у фінансовому секторі таких країн. Їх залежність від рівня реального доходу населення, а також загальноекономічного розвитку країни унеможливорює швидке зростання цих інституційних інвесторів. Поряд з цим слід відзначити, що недосконале державне регулювання цієї сфери, слабка конкуренція, обмеженість пропозиції інноваційних продуктів, неадекватний розвиток інфраструктури, розкриття фінансової інформації і надійність страховиків створюють додаткові перепони для успішного функціонування цих інституційних інвесторів.

Зрозуміло, що зростання активів інституційних інвесторів робить їх активними учасниками фондового ринку, сприяючи суттєво збільшенню обсягів торгів, змінюючи корпоративну структуру багатьох акціонерних компаній, а самі інституційні інвестори приймають активну участь в управлінні суб'єктами господарювання.

ВИСНОВКИ З ДАНОГО ДОСЛІДЖЕННЯ І ПЕРСПЕКТИВИ ПОДАЛЬШИХ РОЗВІДОК У ДАНОМУ НАПРЯМІ

Таким чином, окреслені проблеми країн, що знаходяться на етапі розвитку ринкових відносин, до яких відноситься і Україна, повністю повторюють ті досягнення, які вже присутні в розвинених країнах. Тому нормальне функціонування фондового ринку і інституційних інвесторів вимагатиме (принаймні на початкових етапах) копіювання цих досягнень із врахуванням національної специфіки, запозиченням найкращого за результатами досвіду і практики роботи, включаючи впровадження необхідних елементів інфраструктури фінансового ринку. Без цих заходів еволюційний розвиток фондового ринку і системи інституційних інвесторів може розтягнутись на довгі роки.

Література:

1. Corsetti G. Pension reform and growth [Text] / G. Corsetti, K. Schmidt-Hebbel // The economics of pensions. - 1997. — 34 p. — Режим доступу: <http://schmidt-hebbel.com/pdf/CSH97RG.pdf> — Назва з екрана.
2. D'Arista J. The implications of aging for the structure and stability of financial markets. [Text] / J. D'Arista // World economic and social survey on aging and financial markets. 2006. — № 12. — P. 30—45.

3. Feldstein, M. Do private pensions increase national savings? [Text] / M. Feldstein // Journal of Public Economics. — 1978. — № 10. — P. 277—293.

4. Fund Management Report - 2012 [Text] // Режим доступу: <http://www.thecityuk.com/research/our-work/reports-list/fund-management-2012/> — Назва з екрана.

5. Hryckiewicz A. Pension reform, institutional investors' growth and stock market development in the developing countries: does it function? [Text] / A. Hryckiewicz // Режим доступу: <http://ssrn.com/abstract=1744824>

6. Merton R.C. A conceptual framework for analyzing the financial environment [Text] / R.C. Merton, Z. Bodie // The global financial system, a functional perspective. — 1995. Режим доступу: <http://ssrn.com/abstract=6638> — Назва з екрана.

7. Munnell A. H. Private pensions and saving: new evidence [Text] / A.H. Munnell // Journal of Political Economy. — 1986. — № 84. — P. 1013—1031.

8. Palacios R. Averting the old age crisis [Text] / R. Palacios. Policy Research Working Papers. 1996. — 156 p. Режим доступу: http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSCContentServer/WDSP/IB/1996/02/01/000009265_3961214125318/additional/104504322_20041117180511.pdf — Назва з екрана.

9. Recent developments in international interbank relations [Text] // Basel: Bank for International Settlements. Режим доступу: <http://www.bis.org/publ/ecsc02.pdf>. — Назва з екрана.

References:

1. Corsetti, G. and Schmidt-Hebbel, K. (1997), "Pension reform and growth", World Bank Policy Research Working Paper, [Online], no. 1471, available at: <http://schmidt-hebbel.com/pdf/CSH97RG.pdf> (Accessed 10 January 2014).
2. D'Arista, J. (2006), "The implications of aging for the structure and stability of financial markets", World economic and social survey on aging and financial markets, no. 12, pp. 30—45.
3. Feldstein, M. (1978), "Do private pensions increase national savings?" Journal of Public Economics, no 10, pp. 277—293.
4. The CityUK (2013), "Fund Management Report — 2012", [Online], available at: <http://www.thecityuk.com/research/our-work/reports-list/fund-management-2012/> (Accessed 10 January 2014).
5. Hryckiewicz, A. (2009), "Pension reform, institutional investors' growth and stock market development in the developing countries: does it function?", National Bank of Poland Working Paper, [Online], no. 67, available at: <http://ssrn.com/abstract=1744824> (Accessed 10 January 2014).
6. Merton, R. C. and Bodie, Z. (1995), "A conceptual framework for analyzing the financial environment", The global financial system: a functional perspective, [Online], available at: <http://ssrn.com/abstract=6638> (Accessed 10 January 2014).
7. Munnell, A. H. (1986), "Private pensions and saving: new evidence", Journal of Political Economy, no 84, pp. 1013—1031.
8. Palacios, R. (1996), "Averting the old age crisis", World Bank Policy Research Working Paper [Online], no. 1572, available at: http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSCContentServer/WDSP/IB/1996/02/01/000009265_3961214125318/additional/104504322_20041117180511.pdf (Accessed 10 January 2014).
9. Bank for International Settlements (1992), "Recent developments in international interbank relations", [Online], available at: <http://www.bis.org/publ/ecsc02.pdf> (Accessed 10 January 2014).

Стаття надійшла до редакції 29.01.2014 р.